

KEBIJAKAN DEVIDEN

Kebijakan deviden menyangkut keputusan apakah laba akan dibayarkan sebagai deviden atau ditahan untuk reinvestasi dalam perusahaan. Kebijakan deviden merupakan kebijakan yang kontroversial, karena:

- Bila deviden ditingkatkan, arus kas akan meningkat bagi investor, akan menguntungkan investor.
- Bila deviden ditingkatkan, laba ditahan yang direinvestasi menurun, pertumbuhan masa depan menurun, akan merugikan investor.

Kebijakan deviden yang optimal menyeimbangkan kedua hal tersebut dan memaksimalkan harga saham.

Kebijakan deviden suatu perusahaan dihadapkan pada 2 masalah utama, yaitu:

1. Pengaruh dari deviden, berkaitan dengan pertanyaan apakah jumlah atau tingkat deviden yang dibayarkan mempengaruhi nilai saham suatu perusahaan atau hasil yang dinikmati oleh pemegang saham.
2. Informasi yang terkandung pada deviden, masalah ini mempertanyakan apakah kebijakan deviden terutama perubahan-perubahan pada kebijakan tersebut (misalnya membayar deviden berupa saham bonus) memberikan indikasi kepada pasar mengenai prospek laba di tahun yang akan datang.

1. BENTUK DEVIDEN

1.1. Deviden Tunai (Cash Dividend) :

Deviden tunai diambil dari laba bersih perusahaan setelah diperhitungkan pajak. Deviden tunai berdasarkan jangka waktu pembayarannya ada dibagikan secara berkala, extra dividend, dan special dividend.

- a. **Stable amount pershare** : deviden diberikan dalam nilai rupiah yang relative stabil per sahamnya. Alasan untuk memberikan deviden yang stabil adalah:
- Deviden yang berfluktuasi lebih beresiko daripada deviden yang stabil, karena itu tingkat diskonto yang lebih rendah akan diterapkan pada deviden yang stabil sehingga nilai saham lebih tinggi.
 - Pemegang saham yang mengharapkan pendapatan dari penerimaan deviden akan lebih suka untuk menerima deviden dalam jumlah yang stabil.
 - Persyaratan listing saham mensyaratkan deviden yang stabil dan tidak terputus.
- b. **Constant Payout Ratio**: deviden atas dasar presentase tetap dari laba bersih perusahaan.
- c. **Low Regular Dividend Plus Extra**: tingkat deviden yang relative rendah tetapi sudah pasti jumlahnya ditambah suatu extra, yang besarnya disesuaikan dengan tingkat keuntungan perusahaan.

Factor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden adalah:

- Posisi kas atau likuiditas perusahaan
- Kebutuhan pembayaran kembali hutang perusahaan
- Tingkat ekspansi yang tinggi memerlukan dana yang besar, sehingga laba yang diperoleh lebih baik ditahan
- Akses perusahaan di pasar modal
- Posisi pemegang saham dalam kelompok pajak, bila pemegang saham termasuk dalam kelompok pembayar pajak besar, mereka akan lebih menyukai untuk mempertahankan payout ratio yang rendah.

Keputusan pemberian deviden dilakukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), yang pada media massa.

1.2 DEVIDEN SAHAM (STOCK DIVIDEND)

Dengan dilakukannya stock dividend, maka tidak terjadi cash outflows, tetapi hanya transaksi pembukuan guna memindahkan sejumlah uang dari perkiraan laba yang ditahan kepada perkiraan modal saham biasa yang disetor. Stock dividend adalah pembayaran tambahan saham kepada para pemegang saham, dan menunjukkan penyusunan kembali modal perusahaan, sedangkan proporsi kepemilikan pemegang saham, tetap tidak berubah.

Contoh:

PT Abadi memiliki struktur modal sebagai berikut:

Saham biasa (nominal Rp 1000 ; 3 000 000 lembar)	Rp 3 000 000 000
Capital surplus	1 500 000 000
Laba ditahan	7 500 000 000
Modal sendiri	12 000 000 000

Perusahaan menentukan stock dividend sebesar 10%. Harga pasar saham Rp 4.000,-
Bagaimanakah komposisi modal sendiri setelah stock dividend?

Jawab:

Stock dividend 10%, maka ada tambahan saham sebanyak $10\% \times 3\,000\,000 = 300\,000$ lembar.

Stock deviden = $300\,000 \times \text{Rp } 4.000,- = \text{Rp } 1.200.000.000,-$ ditransfer dari laba ditahan ke saham biasa dan capital surplus.

Nilai nominal saham tidak berubah, maka $300000 \text{ lbr} \times \text{Rp } 1000 = \text{Rp } 300.000.000,-$ ditransfer ke modal saham biasa, sisanya $\text{Rp } 1\,200\,000\,000,- - \text{Rp } 300\,000\,000,- = \text{Rp } 900\,000\,000,-$ dimasukkan dalam capital surplus, sehingga total modal sendiri tidak berubah.

Setelah stock dividend maka komposisi modal sendiri PT Abadi :

Saham biasa (nominal Rp 1000 ; 3 300 000 lembar)	Rp 3 300 000 000
Capital surplus	2 400 000 000
Laba ditahan	6 300 000 000
Modal sendiri	12 000 000 000

Stock dividend meningkatkan jumlah saham yang beredar, sehingga laba per saham (EPS) akan menurun secara proporsional. Jadi para pemegang saham mempunyai jumlah lembar saham yang bertambah, tetapi mempunyai EPS yang berkurang, sehingga proporsi keuntungan totalnya tetap tidak berubah. Pembagian stock dividen akan menurunkan harga saham sehingga tidak memberikan manfaat ekonomis, kalau kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba tidak berubah, demikian juga dengan biaya modalnya.

Bagaimanapun, harga saham akan dipengaruhi oleh kemampuan memperoleh laba dan resiko perusahaan (yang tercermin dalam biaya modalnya). Kedua factor tersebut tidak bisa dimanipulasi oleh manajer keuangan. Manajer keuangan tidak bisa menyebabkan pemegang saham menjadi lebih kaya hanya karena memutuskan untuk membagikan stock dividend. Umumnya perusahaan memutuskan untuk membagikan stock dividend, karena mereka memerlukan dana tersebut, dan tidak ingin mengecewakan pemegang saham.

1.3 PEMECAHAN SAHAM (STOCK SPLIT)

Stock split adalah pemecahan nilai nominal saham ke dalam nilai nominal yang lebih kecil. Pemecahan saham lama ini menjadi beberapa saham baru, akan menyebabkan jumlah saham yang beredar bertambah. Tujuan stock split adalah untuk menempatkan harga pasar saham dalam *trading range* tertentu.

Contoh:

PT Abadi menentukan stock split dari satu menjadi dua saham. Komposisi modal sendiri perusahaan adalah sebagai berikut:

Saham biasa (nominal Rp 5000 ; 600 000 lembar)	Rp 3.000 juta
Capital surplus	Rp 1.500 juta
Laba ditahan	<u>Rp 7.500 juta</u>
Modal sendiri	Rp12.000 juta

Setelah stock split, komposisi modal sendiri menjadi:

Saham biasa (nominal Rp 2500 ; 1 200 000 lembar)	Rp 3.000 juta
Capital surplus	Rp 1.500 juta
Laba ditahan	<u>Rp 7.500 juta</u>
Modal sendiri	Rp12.000 juta

Setelah stock split, nilai nominal saham menjadi $\frac{1}{2} \times \text{Rp } 5\,000 = \text{Rp } 2\,500$ per lembar. Investor yang semula memiliki 100 lembar saham setelah stock split jumlah saha, yang dimilikinya menjadi 2×100 lembar = 200 lembar, meskipun total nilainya tidak mengalami perubahan. Kekayaan investor tidak berubah, sehingga tidak ada keuntungan ekonomis yang diperolehnya dari stock split.

Jadi ada persamaan antara Stock Devidend dan Stock Split, yaitu:

1. Tidak ada pendistribusian kas dalam kedua bentuk itu.
2. Mengakibatkan jumlah lembar saham yang beredar meningkat.
3. Total modal sendiri (net worth) tidak berubah, tetapi hanya komposisinya saja yang berubah.

1.4. PEMBELIAN KEMBALI SAHAM (REPURCHASE OF STOCK)

Sebagai alternatif pemberian deviden berupa uang tunai, perusahaan dapat mendistribusikan pendapatan kepada pemegang saham dengan cara membeli kembali saham perusahaan (repurchasing stock). Saham yang dibeli kembali itu akan dibukukan sebagai perkiraan Treasury Stock. Dengan dibelinya kembali sebagian saham, maka jumlah saham yang beredar akan berkurang, bila diasumsikan pembelian kembali saham ini tidak memberi pengaruh negative terhadap keuntungan perusahaan, maka EPS akan meningkat, yang akan meningkatkan harga pasar saham. Kenaikan harga pasar saham itu akan memberikan capital gains sebagai ganti deviden kepada para pemegang sahamnya.

Contoh: PT Abadi adalah perusahaan yang bergerak di bidang industri manufaktur yang memproduksi produk-produk perlengkapan busana wanita dan pria. Pada tahun 2005 memperoleh laba sebesar Rp 550 juta dan 50% dari jumlah tersebut akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk pembelian kembali saham. Jumlah saham yang beredar saat ini adalah sebanyak 1.100.000 lembar dengan harga pasar sebesar Rp 2.500,- per lembar saham. Manajer keuangan saat ini menawarkan kepada mereka yang mau menjual kembali saham biasa yang dimilikinya seharga Rp 2.750,- jadi seolah-olah menawarkan cash dividend Rp 250 per lembar saham. Berdasarkan data tersebut, carilah:

- laba per saham dan P/E Ratio sebelum kebijakan pembelian kembali saham
- laba per saham setelah kebijakan pembelian kembali saham
- harga saham setelah kebijakan pembelian kembali saham dengan asumsi P/E Ratio konstan.

Jawab:

EAT = 550 juta

Payout Ratio 50%

Outstanding share = 1,1 juta

P saham = Rp 2500 / lembar

P treasury stock = Rp 2750 / lembar

a. Sebelum kebijakan pembelian saham:

$$\text{EPS} = \text{Rp.550,- juta} / 1,1 \text{ juta} = \text{Rp 500 /lembar}$$

$$\text{Price} \text{ <- PER} = 2500 / 500 = 5$$

EPS

b. Setelah kebijakan pembelian kembali saham:

$$\text{EAT untuk treasury stock} = \frac{1}{2} \times \text{Rp.550,- juta} = \text{Rp.275,- juta}$$

$$\text{Jumlah saham yang dapat ditarik kembali} = 275 \text{ juta} / 2750 = 100 \text{ ribu lembar}$$

$$\text{EPS} = \text{Rp.550,- juta} / 1 \text{ juta} = \text{Rp 550,- / lembar}$$

$$\text{c. P saham} = \text{PER} \times \text{EPS} =$$

$$= 5 \times \text{Rp 550,-} = \text{Rp 2.750,-}$$

KEUNTUNGAN DAN KERUGIAN STOCK REPURCHASE

Pembelian kembali saham mempunyai beberapa keuntungan baik bagi pemegang saham maupun manajemen perusahaan, yaitu:

Pembelian kembali saham perusahaan dipandang sebagai indikasi bahwa saham dinilai terlalu rendah (*under valued*) oleh pasar.

Pemegang saham memiliki pilihan untuk menjual saham atau tidak, yang memerlukan uang kas dapat menjual sahamnya, sedangkan yang menahan sahamnya dapat berharap akan menikmati capital gains, karena kenaikan harga saham setiap pembelian kembali.

Dari pandangan manajemen pembelian kembali saham dapat menghindari kenaikan deviden. Jika deviden naik terlalu tinggi dkuatirkan di masa datang perusahaan terpaksa membagi deviden yang lebih kecil yang dapat memberi pertanda negatif.

Stock repurchase merupakan alternative yang baik untuk mendistribusikan penghasilan di atas normal (extraordinary earnings) kepada pemegang saham.

Repurchase merupakan suatu cara praktis bagi manajemen untuk melakukan restrukturisasi keuangan perusahaan. Misalnya, perusahaan ingin merubah struktur modal dengan meningkatkan rasio hutang dan menggunakan hutang baru untuk membeli saham perusahaan yang beredar. Hal ini dapat digunakan sebagai strategi untuk mengacaukan

usaha pengambil alihan perusahaan, yang biasanya dilakukan dengan cara membeli saham sebanyak-banyaknya, hingga mencapai jumlah saham mayoritas. Stock repurchase dapat menggagalkan usaha ini.

Saham yang ditarik kembali dapat dijual kembali ke pasar jika perusahaan membutuhkan tambahan dana.

Kerugian yang dapat timbul karena repurchase stock adalah:

Perusahaan mungkin membeli saham dengan harga terlalu tinggi, sehingga merugikan pemegang saham yang tidak menjual kembali sahamnya.

Keuntungan repurchase dalam bentuk capital gains, padahal sebagian investor lebih menyukai deviden.

Investor mungkin memandang pembelian saham merupakan indikasi bahwa perusahaan tidak mempunyai proyek-proyek baru yang baik. Namun, jika memegang perusahaan tidak memiliki kesempatan investasi yang baik, memegang seharusnya dana tersebut didistribusikan kembali kepada pemegang saham.

Setelah stock repurchase, pasar mungkin merasa bahwa resiko perusahaan meningkat sehingga menurunkan harga saham.

2. TEORI KEBIJAKAN DEVIDEN

Beberapa factor penting yang mempengaruhi kebijakan deviden adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau di masa datang.

2.1. DEVIDEN TIDAK RELEVAN

Menurut Modigliani dan Miller (MM), nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh pembayaran deviden. MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh earning power dari asset perusahaan. Keputusan apakah laba yang diperoleh dibagikan dalam bentuk deviden atau ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM membuktikan pendapatnya secara matematis dengan berbagai asumsi berikut:

- Pasar modal sempurna di mana semua investor adalah rasional.
- Tidak ada biaya saham emisi saham baru, jika perusahaan menerbitkan saham baru.
- Tidak ada pajak
- Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah.
- Kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri.

Hal penting dari pendapat MM adalah bahwa pengaruh pembayaran deviden terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan cara pendanaan yang lain. Bila kebijakan investasi tidak berubah, bila perusahaan membagikan deviden, perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran deviden tersebut. Dengan demikian kenaikan pendapatan dari pembayaran deviden akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan saham baru.

Beberapa ahli menentang pendapat MM, karena dalam prakteknya pasar modal yang sempurna sulit ditemui, biaya emisi saham baru pasti ada, pajak pasti ada dan kebijakan investasi perusahaan tidak mungkin berubah.

2.2. BIRD-IN-HAND THEORY

Myron Gordon dan John Lintner tidak sependapat dengan asumsi dalam pendapat MM bahwa kebijakan deviden tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan investor. Menurut Gordon dan Lintner, biaya modal sendiri perusahaan akan naik sebagai akibat penurunan pembayaran deviden. Investor merasa lebih aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran deviden yang lebih pasti daripada menunggu capital gains yang lebih beresiko.

Pendapat Gordon – Lintner oleh MM diberi istilah “*the – bird – in – the – hand fallacy*”. Gordon – Lintner berpendapat bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara.

2.3. TEORI DEVIDEN RESIDUAL

Pendanaan eksternal (penerbitan saham baru) lebih mahal daripada pendanaan internal (pemanfaatan laba ditahan), karena adanya biaya-biaya emisi saham (flotation cost). Dengan adanya biaya emisi ini, menyebabkan perusahaan mengutamakan pendanaan internal. Konsekuensinya, perusahaan baru akan membayar deviden setelah dana-dana kebutuhan investasi terpenuhi dengan kata lain, hanya jika ada pendapatan tersisa atau pendapatan residual, maka deviden akan dibagikan. Inilah inti teori deviden residual (*residual dividend theory*).

TEORI PERBEDAAN PAJAK

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy, menurut mereka karena adanya pajak terhadap keuntungan deviden dan capital gains, maka investor lebih menyukai capital gains karena pajak atas capital gains baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas deviden harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran deviden. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan deviden yield tinggi dan capital gains rendah daripada saham dengan deviden yield rendah dan capital gains tinggi. Jika pajak atas deviden lebih besar daripada pajak atas capital gains, perbedaan ini akan makin terasa.

2.5. TEORI SIGNALING HIPOTHESIS

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan deviden, sering diikuti dengan kenaikan harga saham dan sebaliknya. Fenomena ini dapat dianggap memperlihatkan bahwa investor lebih menyukai deviden daripada capital gains. Tetapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan deviden ini merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa datang.

Sebaliknya suatu penurunan deviden atau kenaikan deviden yang di bawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai satu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di waktu datang.

Perubahan deviden memang mengandung beberapa informasi, tapi sulit dikatakan apakah kenaikan atau penurunan harga setelah adanya kenaikan atau penurunan deviden semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau disebabkan karena efek sinyal dan preferensi terhadap deviden.

2.6. TEORI CLIENTELE EFFECT

Teori ini menyatakan bahwa **kelompok** (clientele) pemegang saham yang berbeda akan memiliki **preferensi** yang berbeda terhadap kebijakan deviden perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai dividend payout ratio yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian laba bersihnya.

Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari clientele ini ada, tetapi menurut MM, hal ini tidak menunjukkan bahwa deviden besar lebih baik daripada deviden kecil atau sebaliknya.